

美国经济

联储信用回归，市场关注后续路径

美联储加息 25bp 至 3.75%-4% 区间，声明不再提及供给冲击，转而强调国内消费韧性和资本开支强劲，为本次收紧和未来进一步加息奠定逻辑基础。点阵图预期年内将再加息最后一次，同时上修经济增速、下修失业率预测，隐含加息对经济冲击将有限的判断。沃什表态超预期鹰派，认为通胀需要更快回落，当前金融条件限制性不足，联储需要防范大宗商品涨价二次传导，强调并非因长债利率失控而被迫加息。从历史经验来看，市场通常充分定价首次加息，但易低估后续加息路径。首次加息落地后，资产价格通常迎来阶段性修复，但若后续加息幅度超预期，风险资产将面临二次探底。当前市场已定价年内 1 次、明年 1-2 次加息，较联储点阵图更为鹰派。由于本轮通胀主要来自供给冲击，单纯货币紧缩对通胀影响将有限，还可能冲击处于弱平衡的就业市场，因此我们认为实际加息路径将很难超出当前市场定价，资产价格表现将不会如 2022 年般负面。对权益市场，短期冲击集中在估值层面，单次加息对整体盈利影响有限。盈利稳健的科技&硬件、具备定价权的必选消费、医疗设备和能源等板块可能跑赢，地产、银行、汽车&服装等可选消费和未盈利成长股可能跑输。对债券市场，投资级美元债在加息周期初期通常在大类资产中表现占优。伴随联储公信力修复和经济增长预期回落，美债利率短期内趋于平坦化，预计 10 年美债年底回落至 4.6% 左右。美元短期内可能因利差走阔和联储信用改善而走强。黄金因实际收益率上行与美元走强可能短期盘整，但中长期仍是对冲政府债务风险和地缘政治冲突的有效工具。

- **会议声明继续强调控制通胀目标，强化联储信用：**12 位票委一致同意将联邦基金利率提高 25bp 至 3.75%-4% 区间。声明不再提及供给冲击的解释，转而强调国内消费韧性和资本开支强劲，为政策收紧奠定逻辑基础。背后隐含的是美联储核心判断，即总需求的火热可能让暂时性成本上涨演变为更广泛的通胀。声明继续强调联储对稳定通胀的决心，本次政策调整核心目标是让通胀更快回到 2% 的目标。
- **点阵图预测本轮周期将再加息一次，对经济预期更乐观：**9 月点阵图的最关键变化是票委们认为加息对经济的冲击非常有限。预测中值显示，年末联邦基金利率预期从 6 月的 3.9% 升至 4.1%，显示年内仍会加息一次，且 2027 年全年将维持同一水平。但与此同时，经济增长反而走强，2026&2027 GDP 增速预测分别上调 0.1pp 至 2.3% 和 2.4%；预期失业率稳定在 4.1% 至 2029 年，较 6 月的 4.3% 预期大幅下降；通胀回落至 2% 的时间延后至 2029 年。沃什本人没有参与本次点阵图。
- **沃什立场超预期鹰派：**1) 通胀需要更快回落。太多 PCE 细分品类 6&12 个月同比涨幅仍高于 3%，稳定通胀将是未来工作重点，暗示政策利率可能继续提高。2) 经济韧性足够支撑紧缩政策。他认为目前劳动力市场接近充分就业，可以在不损害就业市场的前提下仍可实现物价稳定，这也是他支持加息背后的重要假设。3) 当前金融条件紧缩条件不足。他将本次加息描述为“取消宽松”，认为中性利率对实际联储决策没有价值，更看重实际观察到的经济和金融条件。4) 美联储需要防范大宗商品冲击的二次传导。他认为货币政策本身无法直接影响油价，但要避免供给冲击演变为更广泛、持续性的通胀。5) 近期长债利率的上行更多反映经济增长、AI 融资需求和地缘因素。他不认为联储是因长债利率失控而被迫加息，强调联储将根据自身判断做出决定。
- **本轮加息周期对大类资产的影响：**从过去加息周期的历史经验来看，通常市场会充分定价首次加息，但低估联储的后续加息路径。因此市场通常在首次加息落地后 1 个月内迎来修复，但如果后续联储加息幅度超出市场预期，风险资产价格通常面临二次探底。目前市场预期年内还会有 1 次加息，明年可能加息 1-2 次，甚至比联储点阵图预测更为鹰派。由于本轮通胀主要来自供给冲击，单纯货币政策对控制通胀的影响有限，过度加息反而还会拖累目前处于脆弱平衡的低雇佣、低离职就业市场。本次加息更多体现的是对联储信用的维护，对控制通胀的实际影响有限。因此

刘泽晖

(852) 3761 8957

frankliu@cmbi.com.hk

我们认为联储未来实际加息路径可能很难超出目前的市场预期，资产价格表现可能不会像 2022 年那么负面。

权益市场：加息的短期冲击更多体现在估值层面，对盈利的冲击会滞后显现，传导路径为再融资成本抬升与终端需求走弱。单次 25 个基点加息对整体盈利影响有限，尤其是对持有固定利率债务且有稳定盈利缓冲的企业，但持续加息对高负债企业和中小企业的冲击会不成比例地放大。我们认为本轮紧缩幅度将有限，6–12 个月维度仍存在结构性机会，盈利稳健的科技股、受益于 AI 资本开支的科技硬件、具备定价权的必选消费、医疗设备和能源等板块可能跑赢；地产、银行、汽车&服装等可选消费和未盈利成长股可能跑输。

债券市场：从历史经验来看，投资级美元债是在加息周期初期表现更好的大类资产。一方面，紧缩货币政策对股票市场的盈利有滞后传导，但债券市场受利率影响更早，定价更充分。另一方面，联储加息本质是以增长放缓为代价压制通胀，长端利率可能因联储通胀信用增强和增长预期放缓而回落。美债利率短期内可能平坦化，10 年美债收益率可能年底回落至 4.6% 左右。

美元&黄金：短期内，美元指数可能走强至 101.5 后回落，联储开启加息周期将推动美国与其他国家利差扩大，同时联储通胀信用的改善将抑制近期“debasement”交易，美元抛售情况有望缓和。黄金短期内因实际收益率上行与美元走强将面临盘整风险，但中长期仍是对冲政府债务风险和地缘政治冲突的有效工具。未来联储的紧缩预期见顶、央行购金需求与地缘不确定性等可能推动金价进一步上行，我们仍对黄金维持谨慎乐观。

图 1: 联储会议声明变化

The Federal Open Market Committee approved the following statement for release by a ~~9-~~
~~312-0~~ vote:

The Committee decided to ~~maintain~~~~raise~~ the target range for the federal funds rate ~~at 3-~~~~by~~
~~1/24 percentage point~~ to 3-3/4 to 4 percent, in support of the Federal Reserve's dual
mandate. The Committee is continuing its policy of maintaining ample reserves in the
banking system.

Economic activity is expanding at a solid pace ~~despite elevated~~. ~~While~~ uncertainty that
~~owes~~~~remains elevated owing~~, in part, to ~~the conflict in the Middle East~~. ~~geopolitical~~
~~developments, domestic spending has been resilient~~. Productivity growth ~~is strong~~, and
capital investment ~~are strong~~~~is robust~~. Job gains have kept pace with the workforce, and the
unemployment rate has changed little.

Inflation remains elevated ~~relative~~. ~~Today's policy action will support a timelier return~~ to the
Committee's 2 percent goal, ~~in part reflecting supply shocks that have driven price~~
~~increases in certain sectors, including energy~~. The Committee will deliver price stability.

Voting against the monetary policy action were Beth M. Hammack, Neel Kashkari, and Lorie
K. Logan, who preferred to raise the target range for the federal funds rate by 1/4 percentage
point at this meeting.

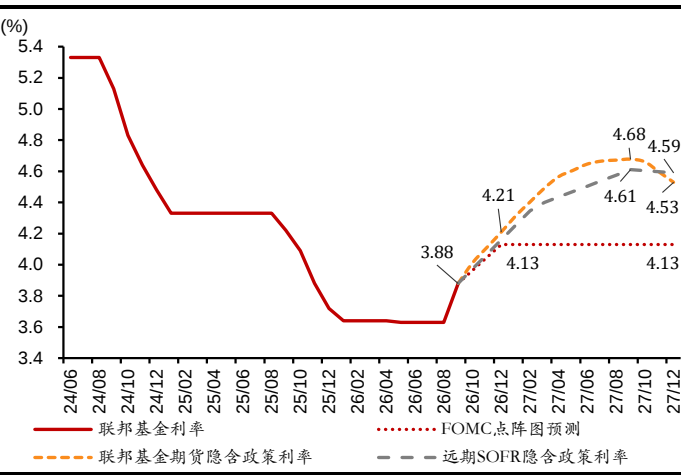
资料来源：美联储，招银国际环球市场

图 2: 联储经济预测变化

	会议日期	预测中位数				
		2026	2027	2028	2029	中长期
实际GDP	6月	2.2	2.3	2.2		2
	9月	2.3	2.4	2.2	2.1	2
失业率	6月	4.3	4.3	4.2		4.2
	9月	4.1	4.1	4.1	4.1	4.2
PCE通胀	6月	3.6	2.3	2		2
	9月	3.7	2.3	2.1	2	2
核心PCE	6月	3.3	2.5	2.1		
	9月	3.4	2.5	2.2	2	
联邦基金利率	6月	3.8	3.6	3.4		3.1
	9月	4.1	4.1	3.9	3.6	3.2

资料来源：Wind，招银国际环球市场

图 3: 降息路径预期



资料来源：Wind，招银国际环球市场

免责声明及披露

分析员声明

负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，就本报告所提及的证券及其发行人做出以下声明：（1）发表于本报告的观点准确地反映有关他们个人对所提及的证券及其发行人的观点；（2）他们的薪酬在过往、现在和将来与发表在报告上的观点并无直接或间接关系。

此外，分析员确认，无论是他们本人还是他们的关联人士（按香港证券及期货事务监察委员会操作守则的相关定义）（1）并没有在发表研究报告 30 日前处置或买卖该等证券；（2）不会在发表报告 3 个工作日内处置或买卖本报告中提及的该等证券；（3）没有在有关香港上市公司内任职高级人员；（4）并没有持有有关证券的任何权益。

招银国际环球市场投资评级

买入	：股价于未来 12 个月的潜在涨幅超过 15%
持有	：股价于未来 12 个月的潜在变幅在-10%至+15%之间
卖出	：股价于未来 12 个月的潜在跌幅超过 10%
未评级	：招银国际证券并未给予投资评级

招银国际环球市场行业投资评级

优于大市	：行业股价于未来12个月预期表现跑赢大市指标
同步大市	：行业股价于未来12个月预期表现与大市指标相若
落后大市	：行业股价于未来 12 个月预期表现跑输大市指标

招银国际环球市场有限公司

地址: 香港中环花园道 3 号冠君大厦 45 楼 电话: (852) 3900 0888 传真: (852) 3900 0800

招银国际环球市场有限公司(“招银国际环球市场”)为招银国际金融有限公司之全资附属公司(招银国际金融有限公司为招商银行之全资附属公司)

重要披露

本报告内所提及的任何投资都可能涉及相当大的风险。报告所载数据可能不适合所有投资者。招银国际环球市场不提供任何针对个人的投资建议。本报告没有把任何人的投资目标、财务状况和特殊需求考虑进去。而过去的表现亦不代表未来的表现，实际情况可能和报告中所载的大不相同。本报告中所提及的投资价值或回报存在不确定性及难以保证，并可能会受目标资产表现以及其他市场因素影响。招银国际环球市场建议投资者应该独立评估投资和策略，并鼓励投资者咨询专业财务顾问以便作出投资决定。

本报告包含的任何信息由招银国际环球市场编写，仅为本公司及其关联机构的特定客户和其他专业人士提供的参考数据。报告中的信息或所表达的意见皆不可作为或被视为证券出售要约或证券买卖的邀请，亦不构成任何投资、法律、会计或税务方面的最终操作建议，本公司及其雇员不就报告中的内容对最终操作建议作出任何担保。我们不对因依赖本报告所载资料采取任何行动而引致之任何直接或间接的、疏忽、违约、不谨慎或各类损失或损害承担任何的法律上责任。任何使用本报告信息所作的投资决策完全由投资者自己承担风险。

本报告基于我们认为可靠且已经公开的信息，我们力求但不担保这些信息的准确性、有效性和完整性。本报告中的资料、意见、预测均反映报告初次公开发布时的判断，可能会随时调整，且不承诺作出任何相关变更的通知。本公司可发布其它与本报告所载资料及/或结论不一致的报告。这些报告均反映报告编写时不同的假设、观点及分析方法。客户应该小心注意本报告中所提及的前瞻性预测和实际情况可能有显著区别，唯我们已合理、谨慎地确保预测所用的假设基础是公平、合理。招银国际环球市场可能采取与报告中建议及/或观点不一致的立场或投资决定。

本公司或其附属关联机构可能持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并不时自行及/或代表其客户进行交易或持有该等证券的权益，还可能与这些公司具有其他投资银行相关业务联系。因此，投资者应注意本报告可能存在的客观性及利益冲突的情况，本公司将不会承担任何责任。本报告版权仅为本公司所有，任何机构或个人于未经本公司书面授权的情况下，不得以任何形式翻版、复制、转售、转发及或向特定读者以外的人士传阅，否则有可能触犯相关证券法规。

如需索取更多有关证券的信息，请与我们联系。

对于接收此份报告的英国投资者

本报告仅提供给符合(I)不时修订之英国 2000 年金融服务及市场法令 2005 年(金融推广)令(“金融服务令”)第 19(5) 条之人士及(II) 属金融服务令第 49(2) (a) 至(d) 条(高净值公司或非公司社团等)之机构人士，未经招银国际环球市场书面授权不得提供给其他任何人。

对于接收此份报告的美国投资者

招银国际环球市场不是在美国的注册经纪交易商。因此，招银国际环球市场不受美国就有关研究报告准备和研究分析员独立性的规则的约束。负责撰写本报告的全部或部分内容的分析员，未在美国金融业监管局(“FINRA”)注册或获得研究分析师的资格。分析员不受旨在确保分析师不受可能影响研究报告可靠性的潜在利益冲突的相关 FINRA 规则的限制。本报告仅提供给美国 1934 年证券交易法(经修订) 规则 15a-6 定义的“主要机构投资者”，不得提供给其他任何个人。接收本报告之行为即表明同意接受协议不得将本报告分发或提供给任何其他人士。接收本报告的美国收件人如想根据本报告中提供的信息进行任何买卖证券交易，都应仅通过美国注册的经纪交易商来进行交易。

对于在新加坡的收件人

本报告由 CMBI (Singapore) Pte. Limited (CMBISG) (公司注册号 201731928D) 在新加坡分发。CMBISG 是在《财务顾问法案》(新加坡法例第 110 章)下所界定，并由新加坡金融管理局监管的豁免财务顾问公司。CMBISG 可根据《财务顾问条例》第 32C 条下的安排分发其各自的外国实体，附属机构或其他外国研究机构编制的报告。如果报告在新加坡分发给非《证券与期货法案》(新加坡法例第 289 章)所定义的认可投资者，专家投资者或机构投资者，则 CMBISG 仅会在法律要求的范围内对这些人士就报告内容承担法律责任。新加坡的收件人应致电 (+65 6350 4400) 联系 CMBISG，以了解由本报告引起或与之相关的事宜。